



אלרוב (ישראל) בע"מ

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

דו"ח מעקב | נובמבר 2008

1

מחברת:

ענבל כהן, רו"ח - אנליסטית
inbal@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

אלרוב (ישראל) בע"מ אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג סדרת אג"ח א' של חברת אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ מדירוג A2 לדירוג A3 וקביעת אופק שלילי וכן על הורדת דירוג של סדרה ז' של חברת אלרוב (ישראל בע"מ) מדירוג A2 באופק יציב לדירוג A3 וקביעת אופק שלילי.

להלן הנימוקים העיקריים של הורדת הדירוג:

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

להן פירוט סדרת האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:

פירעון קרן	שנות פירעון האג"ח	יתרה ליום 30.6.08 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתי	סדרת אג"ח
שנתי	2012-2017	192,206	מדד	4.8%	סדרה א

2

הורדת הדירוג בסימן דירוג אחד בלבד מ-A2 ל-A3 נתמכת, בין היתר, בשל קיום תזרים פרמננטי יציב מנכסיה המניבים אשר צפוי לגדול לאחר השלמת המתחם המסחרי בממילא ומנכסים מניבים נוספים שנרכשו, בעיקר בחו"ל; פיזור נכסיה המניבים אשר חלקם מושכרים לתקופות ארוכות על ידי שוכרים בעלי יציבות פיננסית; המיצוב הגבוה של חלק מנכסיה המהותיים התורמים הן לתזרים הפרמננטי של החברה והן ליכולת החברה למנף או לממש נכסים אלו; יכולת עמידת החברה בהיקף הפירעונות הצפוי לה בשנתיים הקרובות, בהתייחס לעומס פירעונות החל על החברה ולתזרים הצפוי של החברה מנכסיה; על פי הערכת החברה, לחברה שווי עודף של נכסים, אשר לא נזקף בדוחותיה, אשר יש בו כדי להגדיל את הגמישות הפיננסית של החברה ולשפר את יחסי איתנותה.

הורדת הדירוג והצבת האופק השלילי הינה נוכח חשיפת החברה למשבר הכלכלי העולמי; גידול בחוב הפיננסי של החברה ועליה צפויה בחוב הפיננסי של החברה, כתוצאה מהשקעה משמעותית בפרויקטים יזמיים עתידיים וגריעה ביחסי הכיסוי, כתוצאה מעליה בחוב הפיננסי מפרויקטים יזמיים שטרם מניבים תזרים; חשיפה משמעותית של החברה לתנודתיות שע"ח שקל מול דולר ארה"ב, במסגרת השקעותיה בנגזרים פיננסיים, אשר עלולה לגרום להפסדים חשבונאיים ותזרימיים וכן חשיפתה להשקעה בתיק ני"ע אשר ספג ירידות ערך, לחברה אין מדיניות מוצהרת של היקף השקעתה בתחום הנגזרים וני"ע הנסחרים; עיקר תזרים החברה נובע מנכסים המצויים בירושלים, המבטאים ריכוזיות מסוימת באזור המושפע באופן מהותי ממצבים פוליטיים וכלכליים משתנים, שיש בהם כדי להשפיע במיוחד בתחום המלונאות.

אלרוב (ישראל) בע"מ

האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:

פירעון קרן	פירעון שנת האג"ח	יתרה ליום 30.6.08 (אלפי ₪)	הצמדה	ריבית שיעור שנתית	סדרת אג"ח
שנתי	2008-2012	*263,559	מדד	5.8%	סדרה ז

*כולל חלות שוטפת בגין פרעון ראשון של הקרן, אשר שולמה ביום 1/7/08.

הורדת הדירוג מ- A2 ל- A3 והצבת האופק השלילי נובעות מכך שהחזר אג"ח החברה נתמך על ידי חברת הבת אלרוב נדל"ן¹, לה שונה הדירוג מ- A2 ל- A3 ואופק שלילי, כך גם, בשל גריעה בגמישות הפיננסית של החברה, זאת לאור חשיפתה של החברה להשקעה בתיק ני"ע אשר ספג ירידות ערך משמעותיות ותלוי בתנודתיות השווקים הפיננסיים..

דו"ח פעולת הדירוג המלא של החברות יפורסם בימים הקרובים.

¹ לצורך פירעון האג"ח של אלרוב ישראל, התחייבה אלרוב נדל"ן להגדיר לוח סילוקין ליתרת הלוואות הבעלים שניתנה לה על ידי אלרוב ישראל, במועדי פירעון קרן וריבית חופפים לאג"ח.

חברת אלרוב (ישראל) בע"מ, התאגדה בשנת 1978 חברה פרטית בישראל, בבעלות מר אלפרד אקירוב ועוסקת כיום במישרין ובעיקר באמצעות חברה בת ציבורית אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (להלן: "אלרוב נדל"ן", כ- 85.9%) ואחרות (להלן: "הקבוצה") במגוון פעילויות בתחום הנדל"ן הכוללות השקעות, ייזום, בנייה וניהול של נכסי נדל"ן מניב בארץ ובחו"ל.

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ, פועלת בהשקעות, ייזום, בנייה וניהול של נכסי נדל"ן מניב בארץ ובחו"ל. בחו"ל, פעילותה של החברה בתחום זה נעשית באמצעות חברת *Property Investment Holding B.V* (חברה-בת של החברה המוחזקת בשיעור של 74.5%) האחראית למציאת השקעות בנכסי נדל"ן מניב, השכרתם וניהולם. בנוסף, פועלת החברה בתחום המלונאות וכיום היא הינה הבעלים והמנהלת של מלון מצודת דוד בירושלים. החברה מתכוונת להרחיב את פעילות זו אל מחוץ לגבולות הארץ ובכוונתה להקים רשת של בתי מלון יוקרתיים המונה כ-1,500 חדרים. כיום עיקר תיק הנכסים כולל נכסים מניבים בשוויץ ובצרפת.

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווח"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווח"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT +פחת+ הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

ד"ח מספר: CRA11108000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2008.

מסמך זה, לרבות פסיקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.